

通威股份（600438）

证券研究报告
2025 年 09 月 15 日

25Q2 毛利率回正,下半年盈利有望持续改善

事件：公司 25H1 实现营业收入 405.09 亿元，同比下降 7.51%；实现归母净利润-49.55 亿元，同比下降 58.35%。25Q2 单季度实现营业收入 245.75 亿元，同比增长 1.44%；实现归母净利润-23.63 亿元，同比下降 0.85%。

25Q2 毛利率转正，减值计提致持续亏损，现金流边际改善。25H1 公司多晶硅销售 16.13 万吨，电池销量 49.89GW，组件销量 24.52GW。25Q2 单季度多晶硅销量 8.64 万吨，电池销量 32.42GW，组件销量 14.63GW。在 25Q2 国内抢装背景下，出货量环比显著提升。25Q2 公司综合毛利率 1.98%，环比转正。25H1 公司计提各类减值 25.04 亿元，其中 25Q2 减值 16.92 亿元。25Q2 亏损主要来自减值计提。25H1 公司经营性现金为净流出 19.51 亿元，其中 25Q2 净流出 4.94 亿元，环比显著改善。

产品品质持续提升，深挖降本增效潜力。在多晶硅环节，25H1 公司 N 型出货比例达 90%以上，硅耗降至 1.04kg/kg.sil 以内，蒸汽基本实现零消耗，同时产品质量进一步提升，N 型料体金属降至 0.1ppbw 以内，表金属降低至 0.2ppbw 以内，显著领先行业。电池环节，公司继续深挖降本增效潜力，产品 A 级率、转换效率、非硅成本等关键竞争力指标行业领先，并重点围绕新技术的规模化量产进行研发攻关，推出的 TNC2.0 组件产品最高功率突破 645W（210R 版型）。组件业务方面，25H1 公司产品 A 级率和碎片率等生产指标行业领先并进一步优化，单 W 非电池成本实现同比下降 11%，期间费用同比下降 31%。

国内分布式出货保持国内第一，海外市场持续推进。25H1，公司国内分布式出货继续保持国内第一，集中式延续与主要电力央企客户的良好合作，接连中标大唐电力、三峡集团、中核集团、国华电力、中石油等客户的集采项目，并与相关重点客户共同探索“风光水储一体化”、“源网荷储协同”等示范项目。海外市场方面，公司上半年销量 5.08GW，继续保持增长，已在波兰、罗马尼亚、匈牙利等市场取得领先优势，并实现如首个 EEC 148MW 溯源项目订单交付、首单 TNC 2.0 G12 R66 双玻订单交付等突破性成果。

投资建议：我们认为，25Q2 公司毛利转正，显示出公司在行业周期相对底部强大的成本控制能力。多晶硅价格自 6 月以来显著反弹，公司后续业绩有望反转。预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为-59.7、29.4、51.0 亿元，对应 PE 分别为-16.7、33.9、19.6X，调整为“增持”评级。

风险提示：反内卷政策推进不及预期，光伏上网电价波动，行业竞争加剧，行业技术路线迭代的风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	139,104.06	91,994.40	91,358.19	123,865.26	138,358.30
增长率(%)	(2.33)	(33.87)	(0.69)	35.58	11.70
EBITDA(百万元)	41,650.17	13,558.36	5,797.11	15,616.09	18,045.92
归属母公司净利润(百万元)	13,573.90	(7,038.76)	(5,966.79)	2,939.33	5,104.00
增长率(%)	(47.24)	(151.86)	(15.23)	(149.26)	73.64
EPS(元/股)	3.02	(1.56)	(1.33)	0.65	1.13
市盈率(P/E)	7.35	(14.17)	(16.72)	33.94	19.55
市净率(P/B)	1.67	2.15	2.28	2.14	1.94
市销率(P/S)	0.72	1.08	1.09	0.81	0.72
EV/EBITDA	3.01	10.60	24.09	7.90	6.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	22.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,501.99
流通 A 股股本(百万股)	4,501.99
A 股总市值(百万元)	99,764.01
流通 A 股市值(百万元)	99,764.01
每股净资产(元)	9.33
资产负债率(%)	71.93
一年内最高/最低(元)	32.05/14.89

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
敖颖晨	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525010001	
aoyingchen@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《通威股份-公司点评:硅料紧平衡下，Q3 硅料吨净利维持高位》 2022-10-18
- 2 《通威股份-年报点评报告:业绩持续向好，硅料、电池加速扩产继续专业化路线》 2022-05-06
- 3 《通威股份-年报点评报告:上行周期下的硅料龙头，21 年业绩有望高增》 2021-04-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,418.44	16,448.45	7,308.66	9,909.22	11,068.66
应收票据及应收账款	7,835.41	8,172.14	7,054.23	13,589.98	9,469.74
预付账款	1,346.33	1,085.75	1,448.55	1,587.61	1,779.47
存货	7,788.39	12,633.29	7,641.13	13,611.96	6,590.46
其他	26,855.60	27,853.29	28,901.83	30,194.80	29,264.16
流动资产合计	63,244.17	66,192.92	52,354.41	68,893.57	58,172.49
长期股权投资	377.32	2,306.70	2,306.70	2,306.70	2,306.70
固定资产	68,269.96	100,025.33	94,895.74	89,516.16	81,986.57
在建工程	14,816.52	7,251.11	4,251.11	2,251.11	5,251.11
无形资产	4,721.31	4,851.08	4,666.70	4,482.32	4,297.94
其他	12,933.89	15,289.63	15,857.21	15,654.15	15,567.70
非流动资产合计	101,118.99	129,723.84	121,977.46	114,210.43	109,410.01
资产总计	164,363.16	195,916.76	174,331.86	183,104.00	167,582.50
短期借款	214.02	1,878.22	3,428.14	5,158.45	6,317.66
应付票据及应付账款	27,549.41	35,050.77	30,841.10	48,098.98	39,444.86
其他	11,577.04	19,609.08	19,125.65	21,789.49	20,600.30
流动负债合计	39,340.47	56,538.08	53,394.88	75,046.92	66,362.83
长期借款	28,755.18	51,244.34	38,583.48	22,529.33	10,106.81
应付债券	11,175.57	15,062.23	15,000.00	15,000.00	15,000.00
其他	11,262.55	15,152.97	15,000.00	15,000.00	15,000.00
非流动负债合计	51,193.30	81,459.54	68,583.48	52,529.33	40,106.81
负债合计	90,533.78	137,997.61	121,978.36	127,576.25	106,469.64
少数股东权益	12,300.55	9,463.28	8,556.21	9,003.05	9,778.96
股本	4,501.97	4,501.98	4,501.99	4,501.99	4,501.99
资本公积	16,135.93	16,138.48	16,138.48	16,138.48	16,138.48
留存收益	38,964.27	27,869.39	21,902.60	24,841.93	29,945.93
其他	1,926.67	(53.99)	1,254.22	1,042.30	747.51
股东权益合计	73,829.38	57,919.15	52,353.50	55,527.75	61,112.86
负债和股东权益总计	164,363.16	195,916.76	174,331.86	183,104.00	167,582.50

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	18,246.16	(8,108.78)	(5,966.79)	2,939.33	5,104.00
折旧摊销	6,373.97	8,652.56	10,313.97	10,563.97	10,713.97
财务费用	1,124.46	2,092.43	2,070.04	1,518.40	864.42
投资损失	177.14	(87.49)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(8,507.97)	(1,990.13)	141.81	6,186.19	2,123.67
其它	13,265.54	585.16	(776.23)	446.84	775.91
经营活动现金流	30,679.30	1,143.74	5,632.80	21,504.72	19,431.96
资本支出	32,864.65	30,844.03	2,152.97	3,000.00	6,000.00
长期投资	(13.27)	1,929.38	0.00	0.00	0.00
其他	(77,890.40)	(61,293.83)	(4,264.71)	(5,850.00)	(11,850.00)
投资活动现金流	(45,039.02)	(28,520.42)	(2,111.74)	(2,850.00)	(5,850.00)
债权融资	13,601.27	34,739.90	(13,969.07)	(15,842.23)	(12,127.73)
股权融资	(4,027.77)	(1,978.10)	1,308.21	(211.92)	(294.79)
其他	(16,038.64)	(5,281.83)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(6,465.14)	27,479.98	(12,660.86)	(16,054.15)	(12,422.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(20,824.86)	103.29	(9,139.80)	2,600.57	1,159.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	139,104.06	91,994.40	91,358.19	123,865.26	138,358.30
营业成本	102,327.94	86,117.21	91,234.89	109,301.65	121,214.55
营业税金及附加	745.46	442.45	365.43	619.33	553.43
销售费用	2,130.04	1,854.77	1,644.45	2,477.31	2,490.45
管理费用	4,727.51	4,147.41	3,014.82	4,335.28	4,704.18
研发费用	1,189.48	1,510.11	1,096.30	2,229.57	2,213.73
财务费用	580.85	2,002.48	2,070.04	1,518.40	864.42
资产/信用减值损失	(6,365.63)	(5,416.18)	(1,300.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	169.78	217.85	130.84	0.00	0.00
投资净收益	(177.14)	87.49	150.00	150.00	150.00
其他	1,261.04	772.69	1,000.00	600.00	600.00
营业利润	22,290.84	(8,418.17)	(8,086.90)	4,033.73	6,967.53
营业外收入	49.08	63.18	100.00	100.00	100.00
营业外支出	288.31	328.32	100.00	150.00	150.00
利润总额	22,051.62	(8,683.32)	(8,086.90)	3,983.73	6,917.53
所得税	3,805.46	(574.53)	(1,213.03)	597.56	1,037.63
净利润	18,246.16	(8,108.78)	(6,873.86)	3,386.17	5,879.90
少数股东损益	4,672.26	(1,070.03)	(907.07)	446.84	775.91
归属于母公司净利润	13,573.90	(7,038.76)	(5,966.79)	2,939.33	5,104.00
每股收益（元）	3.02	(1.56)	(1.33)	0.65	1.13

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.33%	-33.87%	-0.69%	35.58%	11.70%
营业利润	-43.67%	-137.77%	-3.94%	-149.88%	72.73%
归属于母公司净利润	-47.24%	-151.86%	-15.23%	-149.26%	73.64%
获利能力					
毛利率	26.44%	6.39%	0.13%	11.76%	12.39%
净利率	9.76%	-7.65%	-6.53%	2.37%	3.69%
ROE	22.06%	-14.53%	-13.62%	6.32%	9.94%
ROIC	37.04%	-8.09%	-5.52%	5.64%	9.49%
偿债能力					
资产负债率	55.08%	70.44%	69.97%	69.67%	63.53%
净负债率	30.81%	107.84%	114.04%	77.04%	49.67%
流动比率	1.61	1.17	0.98	0.92	0.88
速动比率	1.41	0.95	0.84	0.74	0.78
营运能力					
应收账款周转率	18.81	11.49	12.00	12.00	12.00
存货周转率	14.81	9.01	9.01	11.66	13.70
总资产周转率	0.90	0.51	0.49	0.69	0.79
每股指标（元）					
每股收益	3.02	-1.56	-1.33	0.65	1.13
每股经营现金流	6.81	0.25	1.25	4.78	4.32
每股净资产	13.23	10.33	9.73	10.33	11.40
估值比率					
市盈率	7.35	-14.17	-16.72	33.94	19.55
市净率	1.67	2.15	2.28	2.14	1.94
EV/EBITDA	3.01	10.60	24.09	7.90	6.20
EV/EBIT	3.54	28.39	-30.91	24.42	15.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com